

# Công ty Cổ phần Tập đoàn Hoa Sen (HSG: HOSE)



**KHẢ QUAN – Giá mục tiêu 1 năm: 9.000 Đồng/cp**

**Giá hiện tại: 8.030 Đồng/cp**

**Đào Minh Châu, CFA**

[chaudm@ssi.com.vn](mailto:chaudm@ssi.com.vn)

+84 24 3936 6321 ext. 624

**Ngày 6/12/2019**

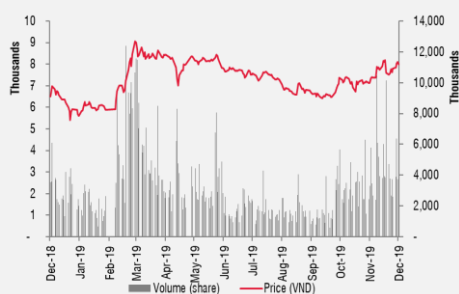
**NGÀNH NGUYÊN VẬT LIỆU**

## Các chỉ tiêu chính

Giá trị vốn hoá (triệu USD)	146
Giá trị vốn hoá (tỷ đồng)	3.382
Số cổ phiếu lưu hành (triệu)	423
Giá cao/thấp nhất trong 52 tuần ('000 VND)	9,45/5,4
KLGD trung bình 3 tháng	3.283.458
GTGD trung bình 3T (tr USD)	1,05
GTGD trung bình 3T (tỷ VND)	24,29
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	17,48
Tỷ lệ sở hữu Nhà nước (%)	0
Tỷ lệ sở hữu Ban lãnh đạo (%)	N.a

Nguồn: SSI Bloomberg

## Biến động giá cổ phiếu



Nguồn: Bloomberg

## Thông tin cơ bản về công ty

CTCP tập đoàn Hoa Sen (HSG) sản xuất tôn mạ (chiếm 56% doanh thu 2015), thép dày mạ kẽm và ống thép (42%), và ống nhựa (2%).

Trong các công ty thép, HSG có mạng lưới bán hàng và thương hiệu mạnh nhất. Năm 2014, công ty chiếm 37% thị phần tôn mạ (xếp thứ nhất) và 18% thị phần ống thép (xếp thứ 2) tại Việt Nam.

## CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

### Tỷ suất lợi nhuận ổn định cùng với hệ số nợ an toàn

(\*) Lưu ý: Tất cả các quý đều theo năm tài chính của công ty bắt đầu từ tháng 10 và kết thúc vào tháng 9. Quý 4 năm tài chính nằm trong khoảng thời gian từ tháng 7 đến tháng 9.

(tỷ đồng)	Q4/19	Q4/18	YoY	Q3/19	QoQ	% KH	Margin			
							Q4/19	Q4/18	Q3/19	2018
Doanh thu thuần	6.350	8.566	-25,90%	7.228	-12,20%	89,00%				
Lợi nhuận gộp	831	724	14,80%	970	-14,30%		13,10%	8,50%	13,40%	11,50%
Thu nhập từ hoạt động kinh doanh	287	103	177,90%	386	-25,80%		4,50%	1,20%	5,30%	3,70%
EBIT	281	128	119,50%	394	-28,70%		4,40%	1,50%	5,50%	3,90%
EBITDA	-467	399	-216,90%	583	-180,00%		-7,40%	4,70%	8,10%	6,90%
Lợi nhuận trước thuế	96	-106	-189,80%	216	-55,70%		1,50%	-1,20%	3,00%	1,50%
Lợi nhuận ròng	84	-102	-182,40%	161	-47,90%	70,90%	1,30%	-1,20%	2,20%	1,20%
Lợi nhuận ròng thuộc về cổ đông	84	-102	-182,50%	161	-47,90%		1,30%	-1,20%	2,20%	1,20%

Nguồn: HSG, SSI Research

**Doanh thu tiếp tục giảm khi xuất khẩu gặp nhiều khó khăn:** Doanh thu Q4/2019 đạt 6,35 nghìn tỷ đồng, giảm đáng kể 25,9% YoY do sản lượng tiêu thụ giảm 15% YoY. Trong tổng sản lượng tiêu thụ thép thành phẩm khoảng 350 nghìn tấn trong quý, kênh xuất khẩu chiếm 107 nghìn tấn (giảm đáng kể 31% YoY) do rào cản thương mại tại các thị trường xuất khẩu, đặc biệt ở thị trường Mỹ và thị trường EU. Theo Hiệp hội thép Việt Nam (VSA), tổng sản lượng thép Việt Nam xuất khẩu sang thị trường Mỹ và thị trường EU trong tháng 8/2019 giảm 43% YoY, chỉ chiếm 13% trong tổng sản lượng thép xuất khẩu trong giai đoạn này so với mức 25% trong tháng 8/2018.

Trong tháng 7/2019, Mỹ đã quyết định áp mức thuế hơn 400% đối với thép nhập khẩu từ Việt Nam có nguồn gốc từ Đài Loan hoặc Hàn Quốc. Chúng tôi cho rằng đây không phải là vấn đề đáng lo ngại đối với HSG, vì HSG không sử dụng thép được sản xuất từ nguyên liệu thép cán nóng được nhập khẩu từ hai nước này để xuất khẩu sang Mỹ mà có thể thay bằng HRC từ Formosa Việt Nam, một công ty có vốn đầu tư FDI của Đài Loan đặt tại Việt Nam. Tuy nhiên, HSG cần thời gian để chuẩn bị hồ sơ chứng minh nguồn gốc xuất xứ để nộp cho các cơ quan liên quan ở Mỹ để được miễn trừ loại thuế này. Do vậy việc này làm ảnh hưởng đến sản lượng xuất khẩu của công ty trong thời gian qua. Chúng tôi nhận thấy sản lượng xuất khẩu trong tháng 10/2019 đạt 48 nghìn tấn (+35% MoM).

**Bảng: Sản lượng tiêu thụ của HSG (nghìn tấn)**

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19
<b>Trong nước</b>	<b>250</b>	<b>214</b>	<b>339</b>	<b>250</b>	<b>221</b>	<b>211</b>	<b>244</b>	<b>241</b>
Thép ống	104	77	109	101	92	84	98	90
Tôn mạ	147	138	230	149	129	127	146	151
<b>Xuất khẩu</b>	<b>159</b>	<b>163</b>	<b>165</b>	<b>161</b>	<b>181</b>	<b>149</b>	<b>136</b>	<b>109</b>
Thép ống	4	14	8	7	3	3	2	2
Tôn mạ	155	150	157	154	179	146	134	107
<b>Tổng</b>	<b>410</b>	<b>378</b>	<b>504</b>	<b>411</b>	<b>403</b>	<b>360</b>	<b>379</b>	<b>350</b>

*Nguồn: HSG, SSI Research*

**Sản lượng tiêu thụ trong nước có xu hướng ổn định:** Sản lượng tiêu thụ trong nước trong Q4/2019 đạt 241 nghìn tấn (chiếm 69% tổng sản lượng tiêu thụ trong quý). Mặc dù kết quả này giảm 3% YoY nhưng vẫn cho thấy sự cải thiện đáng kể từ mức giảm 28% YoY trong quý trước, và gần như phù hợp với sản lượng 244 nghìn tấn trong quý 3/2019 (đây thường là mùa cao điểm đối với nhu cầu thép).

**Tỷ suất lợi nhuận gộp ổn định sau khi áp dụng chiến lược và thay đổi cơ cấu sản phẩm của công ty:** Tỷ suất lợi nhuận gộp được cải thiện từ mức 8,5% trong Q4/2018 lên 13,1% trong Q4/2019 (khá ổn định so với mức 13,4% trong quý trước). Chúng tôi cho rằng sự phục hồi của tỷ suất lợi nhuận gộp của HSG có 2 lý do, bao gồm việc chuyển đổi trọng tâm của công ty từ sản lượng tiêu thụ sang tỷ suất lợi nhuận, và thay đổi cơ cấu sản phẩm, như sau:

Đầu tiên, như đã đề cập trước đó, các quý cuối của năm 2018 là thời điểm HSG đẩy mạnh sản lượng tiêu thụ để giải phóng hàng tồn kho và mang về dòng tiền cho công ty, do đó, công ty chấp nhận mức giá bán thép và tỷ suất lợi nhuận thấp hơn. Vì tình hình tài chính của công ty đã hồi phục trong vài quý vừa qua, hiện tại công ty có thể tập trung ít hơn vào sản lượng tiêu thụ, trong khi chú trọng hơn cho việc cải thiện tỷ suất lợi nhuận.

Thứ hai, việc gia tăng tỷ trọng tôn mạ màu (thường mang lại mức giá cũng như tỷ suất lợi nhuận cao nhất) cũng giúp gia tăng tỷ suất lợi nhuận chung của công ty. Sản lượng tiêu thụ của tôn mạ màu trong Q4/2019 tăng 32,6% YoY đạt 100 nghìn tấn, chiếm 29% sản lượng tiêu thụ của HSG trong quý (so với mức 18% trong Q3/2018). Đây là kết quả của việc áp dụng thuế chống bán phá giá mà Việt Nam áp cho tôn mạ màu có nguồn gốc từ Trung Quốc và Hàn Quốc, giao động từ 3,45% đến 34,27%, có hiệu lực từ ngày 25/6/2019.

**Việc quản lý vốn lưu động được cải thiện tích cực giúp hệ số nợ và chi phí lãi vay giảm:** Tổng nợ vào cuối năm 2019 giảm xuống còn 9.693 tỷ đồng từ 11.005 tỷ đồng trong Q3/2019 và 13.342 tỷ đồng vào cuối năm tài chính vừa qua. Điều này được thúc đẩy bởi nỗ lực của công ty trong việc giảm hàng tồn kho và các khoản phải thu còn

3,14 nghìn tỷ đồng trong 4 quý gần đây. Vòng quay tiền mặt cũng giảm từ 82 ngày trong Q4/2018 xuống còn 60 ngày trong Q4/2019. Do đó, dòng tiền từ hoạt động kinh doanh (CFO) trong năm tài chính 2019 đạt 5 nghìn tỷ đồng so với 500 tỷ đồng trong năm tài chính 2018. Hệ số nợ/vốn chủ sở hữu vào cuối năm tài chính 2019 giảm xuống còn 1,7 lần từ 2,8 lần vào cuối năm tài chính 2018. Mức giảm trong tổng nợ cũng giúp chi phí lãi vay giảm từ 235 tỷ đồng trong Q4/2018 xuống còn 186 tỷ đồng trong Q4/2019 (-20% YoY).

Lũy kế, doanh thu và lợi nhuận ròng của HSG trong năm tài chính 2019 đạt 28 nghìn tỷ đồng (-19% YoY) và 361 tỷ đồng (-12% YoY), lần lượt hoàn thành 89% và 73% kế hoạch năm.

### Ước tính lợi nhuận

Trong năm 2020, chúng tôi ước tính sản lượng tiêu thụ của HSG tăng 3%, trong đó sản lượng xuất khẩu ước tính không thay đổi, trong khi sản lượng tiêu thụ trong nước ước tính tăng 5% nhờ thuế chống bán phá giá gần đây đối với tôn mạ màu. Chúng tôi ước tính giá thép bình quân giảm 3% so với giá nguyên liệu đầu vào HRC giảm 6,5%. Do đó, tỷ suất lợi nhuận có thể được phục hồi lên 12,8% trong năm tài chính 2020 từ 11,4% trong năm tài chính 2019.

Do đó, doanh thu và lợi nhuận ròng năm 2020 ước tính đạt 28 nghìn tỷ đồng (+0,3% YoY) và 453 tỷ đồng (+25% YoY). Lưu ý, HSG có khoản lợi nhuận bất thường là 230 tỷ đồng trong năm tài chính từ việc thoái vốn tài sản. Nếu không bao gồm khoản tiền này, lợi nhuận năm 2020 ước tính sẽ tăng 146% YoY.

### Định giá và quan điểm đầu tư

Với mức giá hiện tại, HSG đang giao dịch ở mức P/E 2020 là 7,5 lần. Khuyến nghị của chúng tôi là KHẢ QUAN đối với cổ phiếu, với giá mục tiêu 1 năm là 9.000 đồng/CP dựa vào P/E và EV/EBITDA mục tiêu lần lượt là 8 lần và 5 lần. Chúng tôi cho rằng lợi nhuận ròng của công ty trong các quý tới sẽ cho thấy sự phục hồi đáng kể so với mức thấp trong nửa đầu năm tài chính 2019. Tuy nhiên, những khó khăn gặp phải ở các thị trường xuất khẩu khác nhau cùng với tỷ suất lợi nhuận ròng thấp vẫn có thể khiến lợi nhuận của công ty vẫn biến động cao trong thời gian tới.

## PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH NĂM

Tỷ đồng	2018	2019	2020F	2021F
<b>Bảng cân đối kế toán</b>				
+ Tiền và các khoản tương đương tiền	492	289	141	502
+ Đầu tư ngắn hạn	0	76	76	76
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	2,119	1,328	1,425	1,594
+ Hàng tồn kho	6,607	4,414	4,388	4,554
+ Tài sản ngắn hạn khác	1,582	1,104	1,086	1,126
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>10,800</b>	<b>7,211</b>	<b>7,116</b>	<b>7,852</b>
+ Các khoản phải thu dài hạn	202	227	0	0
+ GTCL Tài sản cố định	8,125	8,642	7,746	6,820
+ Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
+ Tài sản dài hạn dở dang	1,513	584	584	584
+ Đầu tư dài hạn	99	17	17	17
+ Tài sản dài hạn khác	516	425	396	411
<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>10,455</b>	<b>9,894</b>	<b>8,742</b>	<b>7,832</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>21,255</b>	<b>17,105</b>	<b>15,859</b>	<b>15,684</b>
+ Nợ ngắn hạn	12,638	8,647	7,482	6,697
Trong đó: vay ngắn hạn	10,880	6,706	5,639	4,834
+ Nợ dài hạn	3,466	2,990	2,455	2,547
Trong đó: vay dài hạn	3,462	2,986	2,452	2,544
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>16,103</b>	<b>11,637</b>	<b>9,937</b>	<b>9,244</b>
+ Vốn góp	3,850	4,235	4,235	4,235
+ Thặng dư vốn cổ phần	152	152	152	152
+ Lợi nhuận chưa phân phối	1,055	1,021	1,475	1,994
+ Quý khác	95	61	61	61
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>5,152</b>	<b>5,468</b>	<b>5,922</b>	<b>6,441</b>
<b>Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu</b>	<b>21,255</b>	<b>17,105</b>	<b>15,859</b>	<b>15,684</b>
<b>Lưu chuyển tiền tệ</b>				
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	386	5,056	1,754	1,373
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	-2,313	-661	-300	-300
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	2,096	-4,596	-1,602	-712
<b>Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ</b>	<b>170</b>	<b>-201</b>	<b>-148</b>	<b>361</b>
Tiền đầu kỳ	292	492	289	141
<b>Tiền cuối kỳ</b>	<b>459</b>	<b>289</b>	<b>141</b>	<b>502</b>
<b>Các hệ số khả năng thanh toán</b>				
Hệ số thanh toán hiện hành	0.85	0.83	0.95	1.17
Hệ số thanh toán nhanh	0.21	0.20	0.22	0.32
Hệ số thanh toán tiền mặt	0.04	0.04	0.03	0.09
Nợ ròng / EBITDA	5.38	4.88	3.45	2.90
Khả năng thanh toán lãi vay	1.65	1.62	1.79	1.99
Ngày phải thu	14.8	17.6	14.1	14.3
Ngày phải trả	27.9	17.1	19.2	19.0
Ngày tồn kho	93.4	81.0	65.5	64.1
<b>Cơ cấu vốn</b>				
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0.24	0.32	0.37	0.41
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0.76	0.68	0.63	0.59
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	3.13	2.13	1.68	1.44
Nợ/Vốn chủ sở hữu	2.78	1.77	1.37	1.15
Nợ ngắn hạn/Vốn chủ sở hữu	2.11	1.23	0.95	0.75

Nguồn: HSG, SSI ước tính

Tỷ đồng	2018	2019	2020F	2021F
<b>Báo cáo kết quả kinh doanh</b>				
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>34,441</b>	<b>28,035</b>	<b>28,111</b>	<b>29,148</b>
Giá vốn hàng bán	-30,464	-24,845	-24,516	-25,443
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>3,977</b>	<b>3,189</b>	<b>3,595</b>	<b>3,705</b>
Doanh thu hoạt động tài chính	179	64	51	46
Chi phí tài chính	-971	-803	-774	-713
Thu nhập từ các công ty liên kết	0	0	0	0
Chi phí bán hàng	-2,033	-1,749	-1,799	-1,865
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-679	-471	-506	-525
<b>Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>475</b>	<b>230</b>	<b>567</b>	<b>649</b>
Thu nhập khác	54	230	0	0
Lợi nhuận trước thuế	529	460	567	649
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>409</b>	<b>361</b>	<b>453</b>	<b>519</b>
<b>Lợi nhuận chia cho cổ đông</b>	<b>409</b>	<b>361</b>	<b>453</b>	<b>519</b>
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0	0	0	0
EPS cơ bản (VND)	966	853	1,071	1,225
Giá trị sổ sách (VND)	13,288	12,895	13,966	15,191
Cổ tức (VND/cổ phiếu)	0	1	0	0
EBIT	1,341	1,205	1,287	1,305
EBITDA	2,360	2,383	2,512	2,560
<b>Tăng trưởng</b>				
Doanh thu	31.7%	-18.6%	0.3%	3.7%
EBITDA	-16.5%	1.0%	5.4%	1.9%
EBIT	-37.0%	-10.1%	6.8%	1.4%
Lợi nhuận ròng	-69.3%	-11.7%	25.5%	14.4%
Vốn chủ sở hữu	-0.3%	6.1%	8.3%	8.8%
Vốn điều lệ	10.0%	10.0%	0.0%	0.0%
Tổng tài sản	-1.3%	-19.5%	-7.3%	-1.1%
<b>Định giá</b>				
PE	13.1	9.4	7.5	0.0
PB	1.0	0.6	0.6	0.0
Giá/Doanh thu	0.1	0.1	0.1	0.0
Tỷ suất cổ tức	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EV/EBITDA	14.2	5.8	5.5	0.0
EV/Doanh thu	1.0	0.5	0.5	0.0
<b>Các hệ số khả năng sinh lời</b>				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	11.5%	11.4%	12.8%	12.7%
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	3.7%	3.5%	4.5%	4.5%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	1.2%	1.3%	1.6%	1.8%
Chi phí bán hàng/Doanh thu thuần	5.9%	6.2%	6.4%	6.4%
Chi phí quản lý/Doanh thu thuần	2.0%	1.7%	1.8%	1.8%
ROE	7.9%	6.8%	8.0%	8.4%
ROA	1.9%	1.9%	2.8%	3.3%
ROIC	5.7%	5.5%	7.1%	7.5%

## 1. KHUYẾN CÁO

Các thông tin, tuyên bố, dự đoán trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, là dựa trên các nguồn thông tin tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các nguồn thông tin này. Các nhận định trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn thận, theo đánh giá chủ quan của chúng tôi, là hợp lý trong thời điểm đưa ra báo cáo. Các nhận định trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không báo trước. Báo cáo này không nên được diễn giải như một đề nghị mua hay bán bất cứ một cổ phiếu nào. SSI và các công ty con; cũng như giám đốc, nhân viên của SSI và các công ty con có thể có lợi ích trong các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI có thể đã, đang và sẽ tiếp tục cung cấp dịch vụ cho các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào hay sự kiện bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay bất kỳ thông tin hoặc ý kiến nào của báo cáo này.

SSI nghiêm cấm việc sử dụng, và mọi sự in ấn, sao chép hay xuất bản toàn bộ hay từng phần bản Báo cáo này vì bất kỳ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của SSI.

## 2. THÔNG TIN LIÊN HỆ

Hoàng Việt Phương	Giám đốc Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư	<a href="mailto:phuonghv@ssi.com.vn">phuonghv@ssi.com.vn</a>
Đào Minh Châu, CFA	Chuyên viên phân tích cao cấp	<a href="mailto:chaudm@ssi.com.vn">chaudm@ssi.com.vn</a>